

学校编码:10384

学 号:32120121150575

分类号____密级____

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

参股金融机构、融资约束与上市公司现金股利

Holding Financial Institutions, Financing Constraints and
Cash Dividends Of Listed Companies.

张溪

指导教师姓名: 黄兴孪 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 3 月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席:

评阅人:

2015 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

股利政策作为上市公司的核心财务活动，是企业回报投资者的重要途径，因此，上市公司的现金分红水平一直深受公司管理层、资本市场投资者以及监管者的关注。虽然监管部门一直致力于鼓励上市公司进行股利分配，但我国企业的总体股利水平仍然低于西方国家。现金股利首先是一种企业现金资源的分配行为，当企业内部资金不足时很难进行现金股利的分配。当一个国家的资本市场比较发达时，企业的外部融资约束较小，能够方便地筹集资金以满足经营需求，因此外部的融资环境对股利分配水平的制约相对较小。但目前就中国的资本市场而言，上市企业普遍面临较强的外部融资约束，严重制约着企业现金股利的分配。

近年来，随着我国政府逐渐放松对金融行业的管制，产融结合现象逐渐兴起，大量企业开始持有金融机构的股权。企业通过股权型产融结合，可以密切与银行的关系，减轻信息不对称问题，缓解来自外部的融资约束，进而影响企业内部的财务决策，包括股利支付政策。

本文梳理了国内外学者现有的研究结论，发现不同的理论在解释企业参股金融对股利的影响上存在着争议。从自由现金流的角度，企业参股金融机构增加了外部信贷资金，减少了对内部资金的依赖，应当提高股利的支付水平；从股利的信号传递理论角度，企业参股金融机构缓解了融资约束，降低了对股权市场的依赖，应当减少股利的支付水平。因此本文试图以 2004 年至 2013 年沪深 A 股的上市公司为样本，实证检验上市公司持有金融机构股权对股利支付水平的影响，探讨在我国的资本市场上究竟何种情况更为显著。研究结果表明，当上市公司参股金融机构时，会显著减少现金股利的支付水平，并且与参股上市的金融机构相比，参股非上市的金融机构股利减少的程度更多。管理层权力对这种效力也有明显的削弱效应。管理层权力越大，为了解除受托责任，会增加现金股利的支付，因此参股金融机构时，股利支付的减少程度相应减弱。

本文结合了我国的现实情况和制度背景探讨了股权型产融结合这一越来越普遍的现象对现金股利的影响，丰富深化了这一方面的研究成果，同时本文的结论也对证券监督部门制定更完善、更合理的股利政策提供了一些借鉴。

关键词：参股金融；融资约束；现金股利

ABSTRACT

As the core of listed company's financial activities, the dividend policy is an important way of investors to get their returns. So the cash dividend level of listed companies has been deeply influenced by company management, capital market investors and regulators. Our capital market is developing in recent years, but the dividend distribution level of our enterprises is still behind the developed capital markets.

The enterprise is hard to pay cash dividend when its funds is insufficient because the cash dividend means cash resources allocation behavior. The enterprise in Western countries can easily access external funding, so the convenience of access to external funding is hardly to influence the cash dividend distribution level. On the contrast, the Chinese enterprise is widely influenced by the strong external financing constraints which severely restricting the distribution of corporate cash dividends. Therefore, it has important practical significance to consider the impact of financing constraints in the Chinese context.

In recent years, as China's government has gradually relaxed the controls on the financial sector, a large number of industrial enterprises enter financial industry through holding financial institutions. By holding financial institutions, enterprises can establish a close relationship with the bank, alleviating the information asymmetry, easing financing constraints from the outside and affecting the enterprise's internal financial decisions including the dividend policy.

This article combs the research conclusion of the existing domestic and foreign scholars and we find that there is debate on the theories of dividend policy. From the angle of free cash flow, enterprises increase the external credit funds, reduce dependence on internal funds through holding financial institutions, so the enterprise should raise the dividend payment level. On the other hand, from the point of signaling hypothesis, the enterprise can ease the financing constraints, reducing reliance on equity markets, so it should reduce the dividend payment level. In order to test what

kind of situation is more obvious in Chinese market,we choose test sample from 2004 to 2013 in Shanghai and Shenzhen A shares of the listing corporation and have a demonstration test on dividend policy. The empirical results show that the enterprise will significantly reduce the cash dividend payment level.The management power will also weaken this effect obviously.

In this article we discuss how holding financial institutions effect dividend policy of listed company with the reality and the institutional context of our country. This article enriches and deepens the research achievements in this field.At the same time, the conclusions of this paper also provide some references for supervision department to establish better, more rational dividend policy.

Key words: Holding Financial Institutions; Financing Constraints; Cash Dividend Policy.

目 录

第一章 绪论	I
1.1 研究背景	1
1.2 研究价值和意义	2
1.3 研究思路和框架结构	3
1.3.1 研究思路	3
1.3.2 框架安排	4
1.4 本文贡献	4
第二章 文献综述	6
2.1 关于股利代理理论的相关文献	6
2.1.1 股利政策的代理成本理论内涵	6
2.1.2 两类代理问题对股利发放水平影响的理论分析	7
2.2 关于股利信号理论的相关文献	8
2.2.1 国外学者	8
2.2.2 国内学者	12
第三章 理论分析、制度背景和研究假说	13
3.1 理论分析	13
3.1.1 关于产融结合的概念及理论分析	13
3.1.2 关于管理层权力的概念及理论分析	15
3.2 制度背景	16
3.2.1 上市公司参股金融的现状	16
3.2.2 上市公司持有金融机构股权原因分析	18
3.2.3 上市公司持股金融机构的现实意义	19
3.3 研究假说	20
3.3.1 参股金融机构与现金股利的关系	20

3.3.2 管理层权力对参股金融与股利关系的影响.....	27
第四章 研究设计	29
4.1 样本选取与数据来源.....	29
4.2 变量选取与定义.....	29
4.3 模型构建.....	33
第五章 实证分析	35
5.1 样本描述性统计分析.....	35
5.1.1 主要变量描述性统计.....	35
5.1.2 各变量间相关性分析.....	36
5.2 多元回归结果与分析.....	38
5.2.1 参股金融机构与现金股利支付水平.....	38
5.2.2 管理层权力的实证检验.....	40
5.3 稳健性分析.....	42
5.3.1 采用股利支付意愿进行稳健性分析.....	42
5.3.2 采用股利支付率进行稳健性分析.....	43
第六章 研究结论、启示和不足	45
6.1 研究启示及结论.....	45
6.2 政策建议.....	46
6.3 研究局限.....	46
参考文献	48
致谢.....	52

CONTENTS

Abstract.....	I
Chapter1:Instruction.....	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Significance.....	2
1.3 Research Ideal and Framework	3
1.4 Research Contribution	4
Chapter2:Literature Review	6
2.1 Agency Theory Of Dividend	6
2.2 Information Content Of Dividends.....	8
Chapter3:Theory Analysis And System Backgroud	13
3.1 Theory analysis.....	13
3.2 System Backgroud.....	16
3.3 Research Hypothesis.....	20
Chapter4:Research Designing.....	29
4.1 Data and Sample	29
4.2 Variable Selection	29
4.3 Model Selection.....	33
Chapter5:Empirical Analysis	35
5.1 Descriptive Statistical Analysis	35
5.2 Regression Results and Analysis	38
5.3 Robustness Test	42
Chapter6:Conclusions and Recommendation	45

6.1 Conclusions	45
6.2 Recommendations	46
6.3 Limitations.....	46
Reference	48
Acknowledge	52

第一章 绪论

1.1 研究背景

股利分配政策是我国上市公司的核心财务政策，是投资者获得其投资回报的重要途径之一，而其中现金分红又是股利分配的一种主要形式。长久以来，企业的股利水平大小以及什么决定了股利水平一直是国内外学者孜孜不倦的热门研究话题。Lintner（1956）^[1]提出的股利分配理论模型拉开了学术界研究股利政策的序幕。此后，税收理论、代理理论、挖掘理论以及信号理论等多种假说相继提出，丰富了学术界关于公司股利政策的研究。但是，上述成果终究都无法清楚和完整地解释 Black 在 1976 年提出的“股利之谜”。

目前我国上市公司的股利分配普遍较低，这种情况一直为广大投资者诟病，甚至给我国的上市公司贴上了“铁公鸡”的标签。我国的监管部门也关注到这一情况，为了鼓励上市公司现金分红，也出台了一系列的政策措施。虽然这些措施在一定程度上取得了效果，但是在现金股利分红方面，我国资本市场整体水平远低于国外发达资本市场。究竟什么因素影响现金股利水平？在我国 20 多年来对现金股利分红的实践研究中，“为什么要分配现金股利”、“如何分配现金股利”、“现金股利会如何影响企业”这些基本问题仍存在争议。现金股利首先是一种企业现金资源的分配行为，当企业内部资金不足时很难进行现金股利的分配。我国大部分企业仍然面临比较强的外部融资约束，企业为了满足日后的投资需求，有时候不得不更多地依靠内部资金积累，减少现金的流出，所以并不愿意发放现金股利。在这种大的制度背景下，或许能为我们解释企业的股利政策提供一些新的思路。

产融结合指的是企业与金融机构为了共同的发展目标和整体效益通过参股、持股、控股和人事参与等方式而进行的内在结合。产融结合有助于企业实现多元化和快速发展，同时也可以有效地降低交易费用、减少企业的运营成本，是目前我国上市公司很热衷的一种壮大方式。产融结合主要有两种方式：一种是企业持股金融机构，即股权型产融结合。另一种是金融资本持股企业。由于我国存在的

一些制度上的约束，所以主要的方式还是产业资本进入金融业。股权型产融结合的优势在于上市公司通过持股金融机构，降低双方的信息不对称水平，获得低成本的融资，缓解企业的融资约束，有利于企业的经营发展，另一方面也能推动我国金融业的繁荣，因此本文的研究重点是股权型产融结合。

由于国家放宽了金融业管制，越来越多的上市公司开始持有金融机构股权。其中金融机构有券商、保险、银行、基金公司等等。而银行作为金融机构的代表，近些年来渐渐成为上市公司参股的新宠。上市公司参股金融机构后，能够获得方便的融资渠道以及低廉的融资资金，这种效用将通过微观传导机制作用于公司财务行为，进而影响到公司的股利政策，产生重大的影响。

本文试图探讨当企业参股金融机构后，通过外部融资约束传导机制，对股利发放水平的影响，并给出相关的建议。

1.2 研究价值和意义

当前国际主流股利政策研究已经面临挑战和质疑，比如在选题和研究方法上比较单一，在内容上也缺乏创新。本文结合了企业是否参股金融机构这一因素，进一步探究股利发放水平的变化，将进一步加深财务管理与会计研究的领域，主要表现在：

一、理论意义

关于企业股利政策的影响因素，国内外学者已经进行了很深入的研究，但是研究结果不尽一致，且不同的理论结构导致的研究结果也不相一致。通过对相关文献的整理，目前对现金股利的研究主要集中在信号理论和代理理论，鲜有学者研究企业参股金融机构这一融资环境的改变对股利造成的影响，本文以此为切入点，以参股金融帮助企业获得信贷资金为视角，拓展了企业现金股利政策的理论，丰富了相关领域的研究。

目前学术界对股利的研究方向主要集中在代理理论和股利信号理论。从代理成本理论的角度来看，当企业的内部现金流增加时，一方面企业的代理成本加大，而发放现金股利可以减少留存在企业内部的现金，从而减少代理成本；另一方面，股利支付是真金白银从企业流出，需要大量的现金储备做基础。当企业的现金持

有增加,内部融资压力减轻时,必然会更乐意多支付现金股利与投资者分享利润。从这个角度来说,企业参股金融机构之后会提高股利支付水平。但是从另一个角度来看,当企业内部现金流增加时,对股权市场的依赖程度降低。股利的信号传递理论告诉我们,企业发放股利是为了稳定股价从而降低股权融资成本。那么在这种情况下,企业参股金融机构,会减少对股权融资的依赖,从而减少股利支付。这两种矛盾的结果在我国资本市场上哪一种更占优势?我国的股利政策表现出怎样的特点?本文通过研究这一问题,进一步解释了我国上市公司的股利现状。丰富了相关理论研究,具有一定的理论意义。

二、现实意义

我国的资本市场在近几年来得到了迅速的发展。随着国家政策的逐步放松,一些有雄厚资本实力的大型产业集团加快了进军金融业的步伐,通过参股金融机构实现产融结合。企业的这种行为究竟在现实中产生了怎样的影响?本文解释了参股金融机构的实践应用价值。结果显示,企业通过参股金融机构,一定程度上缓解了融资约束,进而减少了股利的发放。具体区分企业参股上市金融机构和非上市金融机构,及管理层权力不同的上市公司,这种效应又有不同程度改变,从而为进一步优化我国的股利政策提供了一定程度的借鉴。

1.3 研究思路和框架结构

1.3.1 研究思路

本文的研究思路如下所示,一共分为六个部分。

第一章,引言。主要交代本文的研究背景、思路和框架结构,并提出本文的创新与贡献。

第二章,文献综述。该部分主要从股利的代理理论与股利的信号传递理论两个角度概述了前人的研究成果,为相关理论分析与研究假设的提出做理论准备。

第三章,理论分析、制度背景与研究假说。在该部分,本文通过介绍产融结合的概念,详细分析了上市公司为什么要参股金融企业以及现实意义何在,对文章的制度背景做了进一步的分析,进而提出本文的假设。

第四章,研究设计。本部分介绍了样本选择与数据来源,建立研究模型并对

相关变量进行了定义和说明。

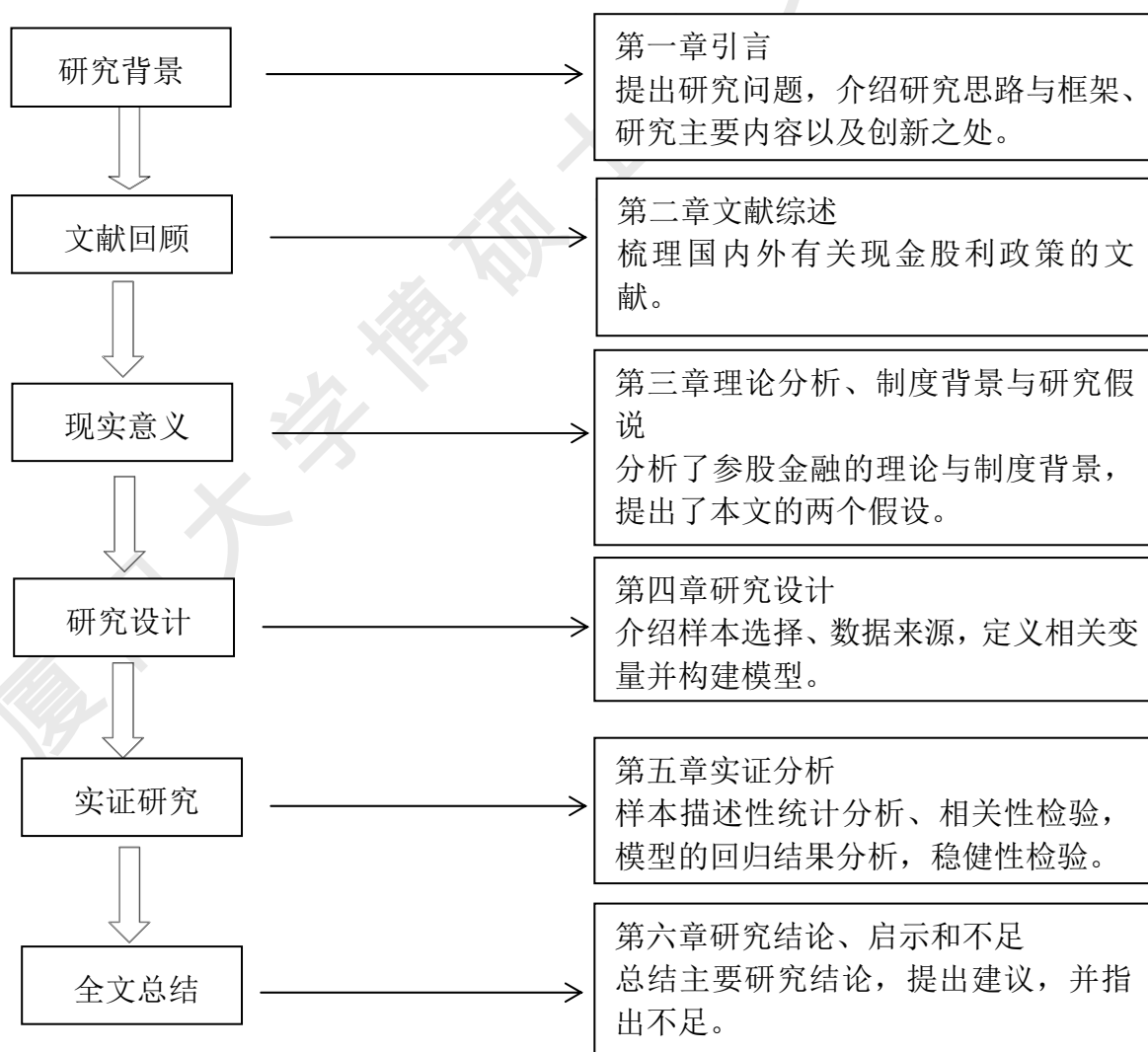
第五章，实证结果分析。就第四部分的研究设计对两个假设进行具体的实证检验：包括描述性统计、相关性分析和回归分析，并进行稳健性检验。

第六章，研究结论、启示和不足。研究结论与启示。首先阐述本文的研究结论，然后总结本文的研究启示，并针对企业参股金融这种现象提出相关建议，最后阐述研究存在的不足之处和未来进一步的研究方向。

1.3.2 框架安排

本文基于优序融资理论和股利信号理论的基础上，采用三个不同指标衡量企业的股利分配情况，研究了上市公司参股金融机构对股利发放水平的影响。本文的框架如下：

图 1-1 本文研究框架图



1.4 本文贡献

国内外对于企业股利政策的研究并不少，本文的创新点在于：

1、近年来，我国普遍存在上市公司参股金融机构的行为，然而，理论界对这一现象却缺乏关注。我国学者大部分是从代理理论和信号传递理论来考察影响企业股利政策的因素，但是忽略了企业的现金股利支付水平受企业信贷资金获取便利性的影响。本文创新性地从上市公司参股金融机构这一角度，考察对企业股利政策的影响，丰富了股利政策的相关文献。

2、本文首次以外部融资约束为传导机制，考察了在参股金融的背景下，参股的金融机构是否上市以及管理层权力对股利发放的影响，结合我国具体的制度背景对优化股利政策具有一定的现实意义。

第二章 文献综述

2.1 关于股利代理理论的相关文献

2.1.1 股利政策的代理成本理论内涵

代理成本理论是目前主流的股利研究方向之一，它的提出基于所有权与控制权的分离。所有者将财产委托给经营者经营，产生委托代理关系。该理论认为公司管理层出于自利的动机，会更多地用公司资源进行自我消费，而不是努力去让股东财富实现最大化。在这种情况下，如果公司内部存在多余的资金，管理层就会倾向于过度投资。企业通过向投资者支付股利，一方面减少了管理者能够支配的自由现金流量，降低了他们自利消费以及过度投资的可能性；另一方面还可以调整资本结构，当企业现金减少时，迫使企业去资本市场融资，那么企业会接受资本市场的严格检查和监督，管理层不得不认真经营公司，从而有效地降低代理成本。

Rozeff（1982）^[2]首次把代理成本引入了股利政策。他认为，企业发放股利一方面可以降低公司的代理成本，但另一方面也会增加公司的交易成本，公司的股利发放率是这两种成本互相权衡的结果。此外，Rozeff 还提出，当其他条件相同时，若管理层持股份额越多，股利对代理成本的削弱作用就越小，那么公司就会偏好发放更低的股利。

芝加哥大学的教授 Frank.H.Easterbrook(1984)^[3]认为，如果公司保持着一个稳定的股利支付水平，那么可以一定程度地避免公司过度累积权益资本，同时还能促进公司在资本市场融资，当公司需要在资本市场融资时，除了需要良好的业绩，还被迫遵守资本市场的各种规律，促使管理者努力经营企业，所以可以在一定程度上减少管理者和股东之间的代理成本。投资者更偏好那些一边发放股利一边又向外筹集资金的公司，他们把这种行为传递了公司未来发展良好的信号，而不是当做公司缺乏投资机会导致的现金剩余。

Jensen(1986)^[4]提出了“自由现金流量假说”，再一次丰富了股利政策的理论研究。他认为，通过发放股利来安排公司的自由现金流量，能形成对管理层的有

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库